

## VUE D'ENSEMBLE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 7 septembre 2017.

Il a d'abord décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Ces achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Au cas où les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Finalement, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il déciderait, à l'automne, de la calibration des instruments monétaires pour la période allant au-delà de la fin de l'année 2017.

Les informations les plus récentes confirment des perspectives à moyen terme globalement inchangées pour la croissance économique et l'inflation dans la zone euro. Dans le même temps, selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs, la volatilité récente du taux de change de l'euro constitue une source d'incertitudes du fait de ses potentielles répercussions sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Si l'expansion économique en cours laisse entrevoir avec confiance un retour progressif de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif de stabilité des prix, elle ne se traduit pas encore suffisamment par une dynamique d'inflation plus forte. Alors que les mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté légèrement ces derniers mois, elles restent, cependant, à des niveaux modérés. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire demeure indispensable pour aviver peu à peu les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation globale à moyen terme.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,6 % au deuxième trimestre 2017, après 0,5 % au trimestre précédent. Les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, confirment que la croissance dans la période à venir devrait être solide et généralisée. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'expansion du PIB annuel en volume devrait s'élever à 2,2 % en 2017, 1,8 % en 2018 et à 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2017 en raison de la vigueur de la croissance récente et demeurent globalement inchangées au-delà. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques à la hausse et à la baisse qui pourraient influencer les perspectives de croissance de la zone euro demeurent dans l'ensemble équilibrés.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en août. Pour les mois à venir, les taux annuels d'inflation devraient diminuer



quelque peu vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro, qui, en parallèle, a augmenté modérément, devrait progresser graduellement à moyen terme, soutenue, en particulier, par les décisions de politique monétaire. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de septembre 2017, l'IPCH devrait croître de 1,5 % en 2017, de 1,2 % en 2018 et de 1,5 % en 2019. En comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'appréciation récente du taux de change de l'euro.

Au Luxembourg, l'estimation des comptes nationaux annuels de juillet 2017 a confirmé les estimations publiées au printemps 2017. La progression du PIB en volume aurait été de 4,2 % en 2016, après une hausse de 4,0 % en 2015. La première estimation de la croissance pour le premier trimestre 2017 a fait ressortir une hausse, en glissement annuel, du PIB de 3,3 % ; par rapport au quatrième trimestre 2016, la hausse serait confinée à seulement 0,1 %. Ainsi, la croissance aurait donc quasiment marqué un temps d'arrêt au début de l'année 2017. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux trimestriels, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

Cette prudence trouve sa justification dans les évolutions conjoncturelles contrastées observées durant la première moitié de l'année 2017, qui laissent néanmoins présager une croissance positive dans la plupart des secteurs. Si les secteurs de l'industrie et de la construction semblent avoir fait preuve d'un ralentissement au cours du premier semestre, les évolutions ont été plus favorables au niveau du secteur financier. Contrairement aux comptes nationaux, qui ont fait état d'une activité affaiblie dans ce secteur en début d'année, d'autres indicateurs témoignent d'une progression du produit bancaire et de l'activité des fonds d'investissement. Quant au marché de l'emploi, celui-ci est resté bien orienté, affichant une croissance des effectifs supérieure à 3 % au premier semestre 2017.

Globalement, ces développements tendent à confirmer une situation économique plutôt favorable au Luxembourg. Il semble néanmoins prématuré, sur la base de ce seul diagnostic qualitatif, de réviser nos projections de croissance avant que les comptes nationaux ne s'appuient sur une base statistique plus solide. La mise à jour des projections macroéconomiques de la BCL se fera donc pour décembre, sur la base des comptes nationaux annuels publiés en octobre.

Le taux de variation annuel de l'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a poursuivi son accélération et s'est établi à 1,8 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2017 par rapport à la période équivalente de 2016. Cette progression de l'inflation a une assise assez large puisqu'elle est le résultat tant des prix de l'énergie que des prix des autres biens et services.

Les perspectives d'inflation n'ont guère évolué par rapport à nos dernières projections de juin 2017. L'inflation globale, qui avait connu un taux de croissance nul vers la mi-2016, s'est établie entre 1,5 % et 2,0 % lors des huit premiers mois de 2017. Elle devrait poursuivre son accélération à la fin de l'année 2017, avant de décélérer légèrement au début de l'année 2018. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN serait de 1,9 % en 2017, avant de passer à 1,7 % au premier semestre 2018. Sur cette base, le paiement de la prochaine tranche indiciaire aurait lieu au deuxième trimestre 2018, confirmant ainsi le scénario déjà esquissé lors de l'exercice de projection précédent.



En ce qui concerne les finances publiques, le solde budgétaire de l'administration centrale s'est détérioré au cours des six premiers mois de 2017 par rapport à la période correspondante de 2016. Cette détérioration s'explique par une croissance annuelle des dépenses de 8,2 %, supérieure à celle de 7,7 % affichée par les recettes. Il en a résulté un déficit de l'administration centrale de 91 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2017, à comparer avec un déficit de 47 millions d'euros au cours de la même période en 2016. Cependant, si la tendance ainsi observée devait se poursuivre au second semestre, le déficit de l'administration centrale serait de moindre ampleur que celui prévu dans le budget pour l'année 2017. Rappelons que les dernières estimations du gouvernement, contenues dans le Programme de Stabilité du Luxembourg d'avril 2017, tablaient sur un déficit de l'administration centrale en 2017 de 1,8 % du PIB et sur un surplus de 0,2 % du PIB pour les administrations publiques prises dans leur ensemble. La BCL procédera à une évaluation complète de la situation des finances publiques dans son avis sur le projet de budget 2018.